

## Il peso dei derivati nei bilanci delle banche

La dicotomia tra copertura e speculazione tramite strumenti derivati, ha dimostrato di avere un confine molto labile. La complessità di individuazione delle finalità di utilizzo di tali contratti, genera inevitabilmente la difficoltà di regolamentare l'assunzione di comportamenti rischiosi e potenzialmente forieri di perdite. Nel peggiore dei casi, tali perdite creerebbero pregiudizi economici non solo all'intermediario, ma anche all'intero sistema economico.



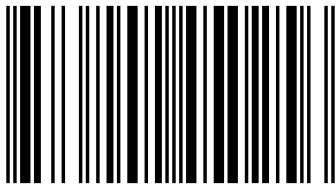
Valentina Lagasio è dottoranda di ricerca in Banking and Finance presso il dipartimento di Management dell'Università Sapienza di Roma, dove si è laureata con lode in Finanza nel 2014. Le sue aree di ricerca prevalenti riguardano la gestione bancaria, i mercati mobiliari e la corporate governance.



Valentina Lagasio

## Il peso dei derivati nei bilanci delle banche

Tra copertura e speculazione



978-620-2-45025-6

## INDICE

<b>CAPITOLO 1 .....</b>	<b>5</b>
1.1 I derivati.....	5
1.2 Derivati finanziari e derivati creditizi.....	7
1.3 I contratti a termine. ....	7
1.4 I futures.....	8
1.5 I contratti di opzione.....	11
1.6 Gli Interest Rate Swaps. ....	12
<b>CAPITOLO 2 .....</b>	<b>17</b>
2.1 Regolamentazione dei derivati in banca.....	17
2.2 Il rischio.....	18
2.3 L'evoluzione del quadro regolamentare. ....	19
<b>CAPITOLO 3 .....</b>	<b>33</b>
3.1 Il peso dei derivati sui bilanci delle banche.....	33
3.2 Lo studio Mbres: indagine triennale.....	35
3.3 La situazione in Europa .....	37
3.3 I “Life Settlement Backed Securities” (LSBS). ....	42
3.4 La situazione in Italia. ....	43
3.5 La situazione negli Stati Uniti. ....	50
3.6 Too big to fail. ....	53
3.7 Le riforme statunitensi.....	53
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>55</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>57</b>



## **INTRODUZIONE**

La gestione di un portafoglio di titoli azionari o obbligazionari implica l'esposizione a rischi di diversa natura. Per questo motivo, uno dei ruoli di cruciale importanza del comparto direttivo bancario è il Risk Management.

Un'adeguata gestione del rischio consente alle banche di eliminare importanti elementi di incertezza dovuti all'attività di impresa, e soprattutto di allocare in modo efficiente il capitale.

Per raggiungere tali obiettivi, il Risk Management si avvale di strutture e procedure mediante le quali misura o stima il rischio, e successivamente vengono sviluppate strategie per governarlo. Una delle opzioni a disposizione del gestore del portafoglio, valutando anche la possibilità di coprire e trasferire tali rischi, consiste nel ricorrere agli strumenti derivati come i contratti a termine, i contratti future, le opzioni e gli swaps.

Il ricorso a tali strumenti soprattutto nell'ultimo decennio, è diventato un fenomeno di ampia dimensione. L'evidenza dei dati economico-statistici rende quindi opportuno focalizzare l'attenzione sull'identificazione, la misurazione e il monitoraggio del valore di mercato complessivo detenuto dagli operatori del sistema economico, con particolare riguardo nei confronti del settore bancario. Tale valore, il market to market, corrisponde a quanto detti operatori, considerati nel loro insieme, dovrebbero versare alle banche qualora decidessero di dismettere le operazioni sugli strumenti derivati.

L'impatto di una operazione di questo tipo, sarebbe estremamente rilevante sull'intero sistema economico-sociale, apportando notevoli implicazioni alla stabilità dell'economia reale.



# CAPITOLO 1

## *1.1 I derivati.*

Lo Ias 39<sup>1</sup> definisce un derivato come uno strumento finanziario con le tre seguenti caratteristiche: il suo valore cambia in relazione al variare di un'attività sottostante che può essere di tipo di finanziario o di tipo creditizio, non richiede un investimento netto iniziale, ed è regolato a data futura.<sup>2</sup>

Se ci atteniamo a tale definizione, astraendoci dal mondo economico-finanziario, è possibile notare che i contratti derivati in quanto tali, non sono un fenomeno che riveste carattere di novità.

Secondo alcuni studiosi americani si può rintracciare un primo contratto su derivati nella Bibbia (Genesi, 29)<sup>3</sup>. È infatti riportato che Giacobbe acquistò da Labano l'opzione di sposarne la figlia Rachele in cambio di sette anni di lavoro. Trascorsi i sette anni, Labano diede in moglie a Giacobbe la primogenita Lia, contrariamente ai patti. Lo stesso Labano concesse quindi a Giacobbe una seconda opzione: il diritto di sposare l'amata Rachele in cambio di ulteriori sette anni di lavoro gratuito. Il primo derivato si concludeva dunque con il primo default: Giacobbe fu costretto a pagare il doppio del prezzo convenuto per un "prodotto".

Anche Aristotele, nei suoi scritti, racconta l'aneddoto dei frantoi di Talete<sup>4</sup>, il quale può essere ricondotto a un contratto derivato. Secondo il filosofo, infatti, Talete di Mileto

---

1 *Principio contabile emanato nel 1998 e intitolato "Strumenti finanziari: rilevazione e valutazione", applicabile dal 1° gennaio 2001.*

2 *"Il Sole 24 Ore", inserto "Guida alla contabilità e bilancio", N° 10 - 28 maggio 2007.*

3 *Chance D.M., A Chronology of derivatives, in 2 Derivatives Quarterly, 1995, 53 – 60; Swan E. J., Building the Global Market: a 4000 Year History of Derivatives, Londra, 2000.*

4 *Aristotele, Politica, A1, 1259a, 5-18.*

nel 580 a.c. stipulò, quando si era ancora in inverno, un'opzione sull'utilizzo di alcuni frantoi per la produzione dell'olio. Egli sfruttò la ciclicità stagionale della curva di domanda, grazie alle sue rinomate conoscenze in campo astronomico.

Giungendo all'età moderna, l'introduzione dei contratti su derivati veri e propri, è connessa all'ammissione alla negoziazione al Royal Exchange di Londra di contratti forward mentre presso il mercato del riso di Osaka intorno al 1650 venivano negoziati i primi futures.

Nel 1821 veniva costituito il Liverpool Cotton Exchange, per i futures sul cotone, mentre nel 1848 veniva costituita la Chicago Board of Trade<sup>5</sup>, in cui erano negoziati futures sul grano, inizialmente con finalità di copertura e solo successivamente speculativa. Tali contratti furono standardizzati nel 1865 e nel 1925 veniva creata la prima stanza di compensazione delle operazioni. Si dava quindi avvio alla negoziazione su mercati regolamentati dei moderni contratti derivati.

Nel 1972 sempre a Chicago veniva costituito il primo mercato dei futures su valute (International Monetary Fund) e successivamente sull'oro (1974).

Il passo ai derivati su indici o strumenti finanziari fu quindi breve. I futures su tassi di interesse presero forma nel 1975 (Government National Mortgage Association) e quelli su titoli sovrani (U.S. Treasury Bond Futures) nel 1981.

Da tale momento, i derivati iniziarono ad avere a riferimento qualsiasi tipologia di 'sottostante'.

---

5      *Oldani C., I derivati finanziari, Milano, 2010, 47 ss.*

## ***1.2 Derivati finanziari e derivati creditizi.***

I derivati sono strumenti il cui valore dipende dall'andamento di un titolo sottostante (underlying asset). In relazione alla natura di tale attività, i contratti derivati possono configurarsi come strumenti di tipo finanziario (qualora il sottostante fosse un tasso d'interesse, il prezzo di un altro strumento finanziario, il prezzo di una merce, un tasso di cambio in valuta estera, un indice di prezzi o di tassi) o di tipo creditizio (qualora il fattore andamentale fosse il merito o un indice di credito).

I derivati si prestano a essere utilizzati per tre ordini di obiettivi, il più rilevante dei quali è la copertura del rischio (hedging). La struttura derivata del contratto, infatti, consente l'assunzione di una posizione di segno opposto rispetto a quella dello strumento rischioso, in modo tale da proteggere il contraente da taluni potenziali rischi. È tuttavia possibile impiegare i derivati anche con finalità speculative, scommettendo sull'andamento della variabile sottostante. Con alcuni tipi di contratti derivati, è inoltre possibile effettuare delle operazioni di arbitraggio sfruttando disarmonie temporanee sui diversi mercati.

## ***1.3 I contratti a termine.***

Un contratto a termine (forward) è un accordo mediante il quale due controparti si impegnano a scambiarsi un'attività sottostante a una data futura e a un prezzo a termine (o prezzo forward) fissato alla data di stipula del contratto. La determinazione del prezzo del contratto viene elaborata in modo tale che siano evitate soluzioni arbitraggiste.

Le due controparti sono entrambe obbligate a dar luogo al futuro scambio: l'acquirente



a termine è obbligato a comprare l'attività sottostante al prezzo pattuito, mentre il venditore a termine è obbligato a vendere l'attività sottostante ricevendo in cambio il prezzo forward.

Nei contratti a termine è quindi assente l'elemento di opzionalità che attribuisce a una delle controparti la facoltà di non dar luogo allo scambio futuro.

I contratti forward sono sempre negoziati nei mercati non regolamentati (Over The Counter) che assumono la struttura di mercati di dealer, i quali agiscono come price setter, ovvero fissano i prezzi forward denaro-lettera, ai quali sono disposti a stipulare i contratti.

La natura OTC del mercato di negoziazione fa sì che i contratti forward non siano soggetti ad alcuna forma di standardizzazione: ciò dà luogo a pro e contro.

Il vantaggio principale consiste nella possibilità per le controparti di definire in piena libertà tutti gli elementi contrattuali: la natura dell'attività sottostante (valori mobiliari, valute, merci e indici azionari), la dimensione del contratto, il luogo e condizioni della consegna, la durata del contratto. Ciò consente di definire i forward come contratti "Tailor made", ovvero dotati di una struttura il più possibile coerente con le esigenze economiche perseguite.

Allo stesso tempo la negoziazione in mercati non regolamentati presenta degli svantaggi: la conseguente esposizione al rischio di insolvenza della controparte e l'impossibilità di chiudere l'operazione prima della sua scadenza contrattuale.

## ***1.4 I futures.***

Dal punto di vista finanziario non esistono sostanziali differenze tra un contratto a

termine e un contratto future: l'unica rilevante differenza è identificabile nel mercato di negoziazione.

I contratti future sono infatti trattati sui mercati ufficiali e regolamentati. Ciò assicura un elevato grado di liquidità ma impone degli elementi di standardizzazione. Ne consegue che tali contratti non sempre assumono una struttura perfettamente coerente con le esigenze degli operatori economici.

Specularmente a quanto detto per i contratti forward, la negoziazione sui mercati ufficiali si associa ad alcuni elementi di forza: i contraenti non sono soggetti al rischio di insolvenza della controparte e possono chiudere l'operazione prima della sua scadenza contrattuale.

L'assenza del rischio di insolvenza e la possibilità di anticipare il regolamento della posizione prima della scadenza contrattuale, sono legate alla presenza di un istituto fortemente capitalizzato definito Cassa di Compensazione o Clearing House.

Tale istituto si interpone tra i soggetti contraenti un contratto future, dando luogo a due specifici contratti nei quali rappresenta rispettivamente la controparte di acquirente e venditore. La Clearing House, stipula due contratti identici assumendo posizioni contrapposte, essa non assume mai posizioni aperte sul sottostante, ovvero non è soggetta a perdite né a guadagni riconducibili alla variazione del prezzo dell'attività sottostante. Ciò assicura una indiscussa solvibilità della Cassa di Compensazione, che elimina il rischio di regolamento per le controparti dello strumento derivato. Inoltre, in caso di regolamento anticipato, i soggetti potranno compensare le loro posizioni direttamente presso la Clearing House, potendo quindi superare il limite dei contratti forward relativamente alla detenzione fino a scadenza.

Sia forward che future, come la totalità degli strumenti derivati, possono essere utilizzati per realizzare operazioni di arbitraggio, speculazione o copertura.

Con riferimento alle operazioni di arbitraggio si verifica l'ipotesi che il prezzo di mercato sia determinato sfruttando i disallineamenti valutari nei diversi mercati.

Nel caso di un'operazione speculativa, viene perseguito un obiettivo di rendimento soggetto al rischio di perdita. Il ricorso ai contratti a termine presenta, infatti, vantaggi evidenti: permette di sfruttare l'effetto leva, dovuta al fatto che i contratti forward non obbligano a uscite monetarie al tempo di stipula del contratto e che per i future è prevista solo un'uscita pari al margine iniziale depositato presso la Clearing House.

Nel caso di aspettative rialziste dei prezzi, un soggetto può operare una speculazione rialzista, stipulando un forward o un future rispetto ai quali assume la posizione di acquirente a termine dell'attività. In questo modo, l'operatore blocca il prezzo di acquisto del titolo; e se a scadenza il prezzo spot dell'attività si presentasse superiore (inferiore) al prezzo di acquisto, egli vendendo l'attività al prezzo spot, otterrebbe un guadagno (perdita).

In presenza invece di aspettative ribassiste del prezzo dell'attività, lo stesso speculatore può operare una strategia ribassista, stipulando un forward o un future nei quali assume la posizione di venditore a termine dell'attività. In tal modo, l'operatore blocca il prezzo di vendita del titolo, e se a scadenza il prezzo spot di questa attività risultasse inferiore (superiore), egli otterrebbe un guadagno (perdita).

Come tutti i contratti derivati, è importante evidenziare che i contratti forward e future sono strumenti finanziari che ben si prestano a costruire operazioni di copertura.

Prendiamo ad esempio il caso di un investitore che avendo in portafoglio un'attività, intenda coprirsi dall'eventualità di un futuro ribasso del prezzo, che lo obblighi a vendere l'attività ad un prezzo minore del prezzo di acquisto. Al fine di coprirsi una perdita indesiderata, egli può stipulare un contratto forward o un contratto future nei quali assume la posizione di venditore a termine. In questo modo, viene bloccato il prezzo di vendita dell'attività, evitando le conseguenze di un eventuale ribasso.

### ***1.5 I contratti di opzione.***

Le opzioni sono accordi tramite i quali una delle due parti (emittente) concede all'altra (acquirente) la facoltà di concludere, in una data futura e a fronte del pagamento di un premio, un contratto. Quest'ultimo può essere un contratto di acquisto (opzione call), oppure di vendita (opzione put), e si riferisce a una determinata quantità di un'attività, a un prezzo prefissato (prezzo di esercizio o strike price). Il premio, evidentemente, rappresenta il prezzo pagato per il diritto incorporato nell'opzione stessa.

Tali strumenti possono configurarsi come di tipo europeo, quando il diritto di opzione può essere esercitato soltanto in una data precisa, o di tipo americano quando lo stesso diritto può essere esercitato in un qualsiasi giorno fra la conclusione del contratto e una data di scadenza prefissata.

L'esercizio dell'opzione europea al momento della scadenza, dipende dalla differenza tra il prezzo del sottostante e lo strike price.

Nel caso di un'opzione call, qualora il prezzo del titolo fosse superiore al prezzo di esercizio, l'acquirente si avvarrebbe del diritto di opzione incorporato. Risulterebbe infatti più conveniente acquistare il titolo a un prezzo pari a quello di esercizio piuttosto che acquistarlo sul mercato. Se invece il prezzo risultasse inferiore al prezzo di esercizio, l'opzione non sarebbe esercitata.

Diversamente avviene nell'opzione put. Il diritto viene esercitato quando il prezzo di mercato è inferiore allo strike price. Indubbiamente conviene non esercitare l'opzione nel caso opposto, quando risulti possibile vendere il titolo a un prezzo maggiore di quello previsto dal contratto.

### 1.5.1 L'utilizzo delle opzioni a fini di copertura.

I contratti di opzione possono essere utilizzati dal gestore di un portafoglio di attività in primo luogo per realizzare strategie di copertura.

Nel caso in cui un investitore avesse la necessità di coprire la propria posizione in titoli dal rischio di ribasso dei prezzi, l'acquisto di un'opzione put si presenta come la soluzione ottimale al fine di evitare la perdita. Quest'ultima, infatti consente di vendere a un prezzo prefissato l'attività sottostante anche in caso di ribasso del prezzo della stessa. Pertanto, il soggetto si assicura un prezzo minimo di smobilizzo del titolo in portafoglio a una data futura.

### 1.5.2 L'utilizzo delle opzioni a fini speculativi.

Un investitore che intendesse operare una strategia speculativa e assumere una posizione rialzista su un'attività detenuta nel suo portafoglio, potrebbe acquistare un'opzione call sul titolo stesso. Il detentore della call ottiene un profitto alla data di scadenza nel caso in cui si verifichi un aumento del livello dei prezzi dell'attività sottostante, che sia inoltre superiore al premio pagato per l'opzione. Una strategia speculativa di rialzo, può essere realizzata anche tramite la vendita di un'opzione put, ma in tal caso il soggetto risulta esposto a perdite potenzialmente illimitate e profitti limitati e pari al premio nel caso di rialzo dell'attività sottostante.

## ***1.6 Gli Interest Rate Swaps.***

Uno swap è un accordo tra due contraenti, stipulato per scambiarsi, per un determinato

arco temporale e a date definite, dei flussi periodici riferiti a un dato nozionale e determinati sulla base di regole di calcolo stabilite al momento della stipulazione del contratto. Tale scambio avviene in maniera differenziale.

La configurazione di swap più diffusa è quella degli Interest Rate Swap, in cui i flussi periodici da scambiare sono determinati con riferimento ai tassi di interesse.

All'interno della categoria degli swap sui tassi di interesse, il contratto più semplice e diffuso appare essere il “fixed to floating interest rate swap”. Questo prevede che un primo soggetto paghi dei flussi di capitale calcolati con riferimento a un tasso di interesse fisso, definito contrattualmente su un dato nozionale, e riceva in contropartita dei flussi di capitale calcolati sullo stesso, ma con riferimento a un tasso variabile. Dal lato opposto, la controparte pagherà flussi calcolati con riferimento a un tasso di interesse variabile, e riceverà flussi calcolati in base al tasso fisso. Solitamente lo scambio di flussi avviene ogni 6 mesi e i tassi variabili di riferimento sono l'Euribor e il Libor a 6 mesi.

Gli swaps sono negoziati nei mercati Over The Counter. Pertanto non esistono mercati ufficiali in cui vengono negoziati e un operatore che intenda stipulare uno swap deve rivolgersi a una banca o ad un'impresa di investimento abilitata.

Similarmente alla struttura del mercato dei forward, l'organizzazione del mercato degli swaps si configura come dealer e price setter. Inoltre, il tasso denaro (bid) è il tasso fisso che riceve il venditore dello swap dal market maker, mentre il tasso lettera (ask) è il tasso fisso che è tenuto a pagare l'acquirente dello swap allo stesso market maker. Il bid-ask spread rappresenta la remunerazione del market maker.

Analizzando il profilo finanziario dei contratti, appare opportuno categorizzare le tipologie degli swaps in 3 diverse configurazioni: gli asset swaps, i liability swaps e i titoli strutturati.

### 1.6.1 Asset swaps.

Questa tipologia di contratto viene stipulata con l'intento di modificare la struttura dei flussi di cassa di una posizione attiva. Gli asset swap sono specialmente utilizzati per creare titoli a tasso variabile sintetici, eseguendo una trasformazione dei titoli a tasso fisso in titoli a tasso variabile.

Qualora si fosse in presenza di un soggetto con aspettative di mercato rialziste, detentore di un'attività a tasso fisso, egli può trasformare il proprio titolo in uno strumento a tasso variabile, contraendo uno swap in cui paga il tasso fisso e riceve il tasso variabile maggiorato di un differenziale che copra il premio richiesto nel momento dell'effettuazione dello scambio. L'utilizzo di contratti swap consente quindi di trasformare le peculiarità di un investimento senza ricorrere a compravendite di titoli sui mercati. Ciò permette all'investitore di non sopportare elevati costi di transazione e di aggirare eventuali limiti normativi.

### 1.6.2 Liability swaps.

Contrarre un liability swap consente all'investitore di trasformare la struttura di una passività da tasso variabile a tasso fisso e viceversa. Esemplificando, analizziamo il caso di un soggetto che abbia richiesto un prestito a tasso variabile. Con la stipula di un liability swap che prevede il pagamento di un tasso fisso e l'incasso di un tasso variabile, il soggetto può trasformare il prestito da tasso variabile a tasso fisso e coprirsi così dal rischio di un aumento dei tassi di interesse. In modo analogo, lo stesso tipo di contratto può essere utilizzato trasformare una passività da tasso fisso a tasso variabile. Specularmente al caso precedente, il soggetto che ha contratto un finanziamento a tasso fisso può trasformarlo in tasso variabile sottoscrivendo uno swap in cui paga il variabile

e riceve il tasso fisso.

Molto diffuso è anche l'impiego dei liability swaps per la gestione di mismatching tra domanda e offerta di fondi. Si ipotizzi un'ampia domanda di emissioni obbligazionarie a tasso fisso da parte di una banca. Supponiamo che l'emittente non voglia però finanziarsi a tasso fisso, e preferisca effettuare un'emissione di titoli a tasso variabile. La banca può dunque emettere obbligazioni a tasso fisso e contemporaneamente stipulare uno swap in cui paga il variabile, rispettando le sue preferenze in termini di modalità di raccolta.

### 1.6.3 La costruzione dei titoli strutturati

Un ultimo impiego degli interest rate swaps si verifica per la costruzione di titoli strutturati. Questi, in relazione alla loro struttura finanziaria, si definiscono reverse floater o super floater.

I primi sono titoli obbligazionari a tasso variabile. Sono costruiti in modo tale che se i tassi di interesse aumentano, la cedola del reverse floater diminuisce, viceversa se i tassi di interesse diminuiscono, la cedola del reverse floater aumenta.

La struttura del reverse floater è assimilabile alla combinazione di un'obbligazione a tasso fisso e di un interest rate swap: il detentore del reverse floater ha la stessa posizione finanziaria dell'acquirente di un'obbligazione a tasso fisso con annessa sottoscrizione di un interest rate swap in cui incassa il fisso e paga il variabile.

Il super floater è un titolo a tasso variabile che amplifica le variazioni dei tassi. Ciò significa che in un superfloater, a fronte di una variazione di un punto percentuale dei tassi, la cedola aumenta di due punti percentuali e viceversa in caso di riduzione.





## CAPITOLO 2

### *2.1 Regolamentazione dei derivati in banca.*

Nell'ultimo ventennio, gli strumenti finanziari derivati sono diventati un importante e controverso prodotto. Questi titoli sono potenti strumenti di trasferimento e di copertura dei rischi. Tuttavia consentono agli investitori di esporsi al rischio speculativo rapidamente, e a un prezzo ridotto.

Già alla fine del 1992, il valore nozionale degli interest rate swap era di 6,0 trilioni di dollari (pari a 6000 miliardi di dollari) mentre l'importo nozionale dei contratti di swap in valuta era di 1,1 trilioni di dollari (Monitor Swap (1993)). Di questi, solo le banche commerciali americane detenevano 2.1 trilioni di dollari in interest rate swap e 279 bilioni di dollari in swap in valuta estera<sup>6</sup>.

È difficile, però, distinguere se gli operatori stiano effettuando strategie speculative di copertura. Il rapporto tra rischio e derivati è particolarmente importante nel settore bancario, dato che le banche dominano la maggior parte dei mercati derivati.

Le complessità del monitoraggio del rischio risultano particolarmente importanti quando si eseguono transazioni in derivati fuori bilancio. Queste si configurano come ottimali per speculare (Dow e Gorton, 1994), ma di difficile controllo in tema di rischiosità. Sorge quindi una necessità di modifiche sia per quanto riguarda le norme contabili che per le regole del trading.

A tal riguardo esistono due questioni. In primo luogo, anche giungendo ad un livello di conoscenza della posizione in derivati di una banca, più approfondita rispetto a quello

---

6 *FDIC, Consolidated Reports of Condition and Income.*

imposto dall'attuale disciplina, ciò non permetterebbe agli stakeholders di determinare la rischiosità complessiva della banca. Le banche investono in molti strumenti non derivati che risultano anch'essi illiquidi e poco chiari.

In secondo luogo, i fallimenti bancari possono avere effetti esterni. Tale situazione viene definita come rischio sistemico. In questo caso, il fallimento delle grandi banche può provocare un cedimento del sistema dei pagamenti e un crollo del credito alle imprese. Il rischio sistemico si configura quindi come un contagio, dovuto all'incidenza delle grandi banche sull'intero sistema economico. Dato che i derivati sono opachi, i presidi esterni potrebbero rivelarsi inadeguati a determinare se il fallimento di una banca indichi segnali di disturbo in altre banche.

## ***2.2 Il rischio.***

La compravendita di contratti derivati, se da un lato permette al gestore di un portafoglio finanziario di coprirsi da perdite potenziali delle attività detenute, espone necessariamente l'investitore a rischi di mercato connessi all'andamento delle variabili sottostanti. Ai rischi di mercato si sommano anche i rischi di controparte, determinati da eventuali inadempienze contrattuali, i rischi legali, che si riferiscono ad esempio a difetti nella documentazione contrattuale o violazioni di norma regolamentari ed i rischi operativi, dovuti a perdite da frodi, errori umani e inadeguatezze nelle procedure.

Tali rischi sono evidentemente amplificati quando si riferiscono a strumenti derivati che sfruttano in particolar modo la leva finanziaria.

Da tempo è maturato un ampio consenso sulla utilità dei derivati per il buon funzionamento dei mercati finanziari e, conseguentemente, sulla loro ammissibilità giuridica, a prescindere dalle finalità perseguite. Peraltro, considerata l'elevata

rischiosità che i medesimi comportano sia per gli intermediari che per la clientela, l'operatività in tali strumenti forma oggetto di una regolamentazione specifica ed è soggetta a controlli. Il Testo unico Bancario del 1993 e il Testo Unico della Finanza del 1998 costituiscono la cornice normativa e la disciplina di riferimento, che prevede, tra l'altro, l'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia, per i profili connessi alla stabilità degli intermediari, e alla Consob, per gli aspetti concernenti la tutela degli investitori. L'attività in derivati non è soggetta a una specifica autorizzazione da parte della Banca d'Italia; essa, se effettuata per la clientela, rientra nell'ambito dei servizi d'investimento che vengono autorizzati a richiesta, in sede di costituzione, in quanto ordinario complemento dell'attività bancaria.<sup>7</sup>

### ***2.3 L'evoluzione del quadro regolamentare.***

Nel 1985 il Comitato di Basilea istituì un gruppo di lavoro per esaminare i rischi assunti dalle banche in relazione ai vari tipi di operazioni fuori-bilancio e raccomandare le modalità con cui tali rischi avrebbero dovuto essere considerati nei parametri di adeguatezza patrimoniale. I risultati di questo studio costituirono la base per il trattamento dei rischi inerenti alle posizioni fuori-bilancio e agli strumenti derivati nei termini dell'Accordo del 1988 sui coefficienti patrimoniali minimi.

Come fu sottolineato dal Comitato di Basilea già nel documento pubblicato nel 1986, *“gli strumenti derivati comportano per le banche notevoli rischi operativi e di controllo, ed è quindi essenziale che esse dispongano di compiuti sistemi che consentano al consiglio di amministrazione e all'alta direzione di monitorare*

---

<sup>7</sup> Saccomanni, F. (2007), *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia presso la Camera dei Deputati, 6a Commissione permanente (Finanze).*

*l'operatività della propria istituzione in questo settore di mercato ... in un contesto caratterizzato da un'evoluzione estremamente rapida, le autorità di vigilanza devono richiamare incessantemente l'attenzione delle banche sull'esigenza di adattare e migliorare i sistemi di gestione del rischio, nell'intento di promuovere la stabilità del sistema finanziario nel suo insieme”.*

Una prudente gestione del rischio con riguardo alle transazioni in strumenti derivati prevede le stesse regole applicate nell'ambito dell'operatività bancaria tradizionale, quali: un'appropriata sorveglianza da parte del consiglio di amministrazione e dell'alta direzione; un adeguato processo di gestione del rischio, che contempli la fissazione di prudenti limiti alle esposizioni, affidabili procedure di misurazione e sistemi informativi, un monitoraggio continuo dei rischi e frequenti segnalazioni alla direzione; e adeguate procedure di controllo interno e di auditing.

### 2.3.1 Basilea I.

La regolamentazione sul capitale delle banche fu emanata per la prima volta dal Comitato di Basilea nel 1998, (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards) e, per i paesi dell'Unione Europea, è stata recepita nella direttiva 89/299 (successivamente incorporata nella direttiva 2000/12).

L'Accordo introdusse un sistema di misurazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche, con la previsione di requisiti minimi di capitale a fronte, in particolare, del rischio di credito.

Con l'introduzione di una regola comune sui requisiti patrimoniali delle banche, le autorità intendevano perseguire due obiettivi:

- da un lato, rafforzare la base patrimoniale degli intermediari, al fine di garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario internazionale;
- dall'altro, raggiungere un grado di armonizzazione fra le regole sui requisiti patrimoniali applicate alle banche dei principali Paesi e ridurre le fonti di disuguaglianza competitiva fra banche internazionali.

Si introdusse il concetto di “adeguatezza patrimoniale” delle banche, vale a dire gli istituti di credito dovranno detenere capitali adeguati a fronteggiare situazioni di crisi, capitali proporzionali al volume e alla rischiosità degli impieghi.

In base alla disciplina del 1988 l'ammontare di capitale regolamentare che gli intermediari sono chiamati a detenere non doveva essere inferiore all'8 per cento del totale delle attività ponderate per il rischio (capitale di vigilanza); e i coefficienti di ponderazione variavano a seconda della natura della controparte e della eventuale presenza di garanzie.

Una delle ragioni alla base dell'adozione di uno schema basato sulla rischiosità, anziché sul semplice rapporto fra capitale proprio e impieghi fu precisamente quella di incorporare nella misurazione le esposizioni fuori bilancio, compresi i derivati.

Tali fattori di ponderazione del rischio, in realtà, sono del tutto standardizzati, in funzione esclusiva della tipologia di controparte e assolutamente indipendenti dal merito specifico della affidabilità del soggetto garantito o della solidità delle garanzie.

La misurazione del rischio connesso agli strumenti derivati costituisce la parte più complessa dell'Accordo Basilea I al fine di definire un trattamento appropriato.

L'approccio utilizzato era il c.d. “Metodo dell'esposizione corrente”, il rischio di credito per gli strumenti derivati è commisurato al costo di sostituzione del contratto (che è pari al suo valore intrinseco a prezzi correnti di mercato, se questo è positivo, e

pari a zero, se è nullo o negativo) corretto per il cd. “Fattore di maggiorazione”, che tiene conto dell’esposizione potenziale durante la vita residua del contratto.

I fattori di maggiorazione sono applicati al valore nominale di capitale di ciascun contratto e variano in funzione della tipologia e della scadenza dei contratti. Infatti, alle transazioni in cambi si applicano pesi superiori rispetto ai contratti di tasso d'interesse, a causa sia della maggiore volatilità di determinati rapporti di cambio, sia del fatto che gli swaps di valute comportano normalmente uno scambio di capitale alla scadenza. Per i contratti con vita residua superiore a un anno sono inoltre previsti fattori più elevati che per i contratti con durata più breve.

Nell'approccio alternativo, definito "Metodo dell'esposizione originaria", il rischio di credito non è misurato in riferimento al valore corrente del contratto, bensì è espresso in termini di frazione dell'ammontare nominale di capitale, determinata in base al tipo e alla scadenza del contratto. Anche in questo caso le transazioni in cambi comportano una ponderazione superiore a quella dei contratti di tasso d'interesse, e sono previsti fattori crescenti per ciascun anno addizionale di vita residua. Trattandosi di una misura meno accurata del rischio, che non tiene conto del valore corrente di mercato delle posizioni bancarie, i fattori di conversione intendono essere più stringenti di quelli stabiliti per il metodo dell'esposizione corrente.

Nel valutare il rischio di credito l’Accordo distingue tra i contratti di borsa e quelli negoziati su mercati paralleli (mercati OTC). Nella maggior parte delle borse organizzate il rischio di credito viene azzerato al termine di ogni giornata mediante il regolamento in contante del margine di variazione fra le controparti. Pertanto l’Accordo prevede l’esonero dai vincoli patrimoniali per i contratti di borsa soggetti ad aggiustamento giornaliero.

Tre aspetti del trattamento degli strumenti derivati stabilito dall'Accordo sono degni di menzione. Anzitutto, nel misurare le loro esposizioni le banche possono avvalersi delle

concessioni previste per le garanzie personali e reali riconosciute in generale dall'Accordo stesso. In secondo luogo, in considerazione della presunta superiore qualità creditizia delle controparti attive sui mercati derivati, il fattore di ponderazione del rischio di credito applicato agli operatori privati è soltanto del 50%, e non del 100% come nella parte restante dell'Accordo. Il terzo aspetto di rilievo è il riconoscimento della compensazione bilaterale (che consente alle banche di computare le posizioni verso una stessa controparte su base netta, anziché lorda). L'Accordo limitò tuttavia il riconoscimento alla compensazione bilaterale per novazione. In esso si incoraggiavano tuttavia le banche a impiegare ulteriormente contratti che avrebbero potuto proteggerle in caso di insolvenza delle controparti e si affermava che il Comitato avrebbe proseguito la sua analisi per valutare l'ammissibilità di altre forme di compensazione.

A fronte degli indiscutibili meriti, la disciplina del 1988 ha tuttavia mostrato nel tempo alcuni limiti, i cui effetti rischiavano di minare progressivamente l'efficacia dell'azione prudenziale.

Il progresso della tecnologia e l'innovazione finanziaria, unitamente alla globalizzazione dei mercati, hanno contribuito a modificare radicalmente l'operatività delle banche, rendendo le regole prudenziali sempre più inadeguate a cogliere il reale profilo di rischio degli intermediari.

Il limitato riconoscimento delle tecniche di attenuazione dei rischi, la mancata considerazione dei benefici derivanti dalla diversificazione dell'attivo nonché l'assenza di requisiti a fronte dei rischi diversi da quello di credito hanno reso la disciplina di Basilea 1 progressivamente meno adeguata.

Il Comitato di Basilea continuò quindi ad essere impegnato in molteplici lavori in cui viene considerata l'operatività delle banche in strumenti derivati.

Nell'aprile 1993 il Comitato pubblicò a fini di consultazione una serie di proposte per estendere l'applicazione dell'Accordo del 1988 sui coefficienti patrimoniali minimi al



rischio di cambio per l'insieme delle posizioni in valuta e al rischio di prezzo per il portafoglio di negoziazione in strumenti di debito e di capitale. Tali proposte evidentemente prestano particolare attenzione alla misurazione del rischio di prezzo per i prodotti derivati.

Gli strumenti che più difficilmente si prestano ad essere integrati nello schema sono le opzioni e i contratti assimilabili, data la natura non lineare del connesso rischio di prezzo. In una prima fase dei lavori si ritenne che l'unico modo pratico per convertire le opzioni in un parametro che potesse essere aggregato con le posizioni in contante consistesse nel moltiplicare il valore delle opzioni per il rispettivo coefficiente di copertura ("delta"). Tuttavia, poiché il coefficiente delta non coglie il rischio nella sua interezza, affinché fosse idoneo come strumento di vigilanza prudenziale tale metodo ha dovuto essere integrato con l'applicazione di determinati "add-on". Nelle proposte del 1993 questo approccio costituiva uno dei punti su cui si sollecitava l'opinione degli operatori del mercato, assieme a un metodo alternativo molto semplificato per le banche che acquistano opzioni unicamente come mezzo di copertura, e alla possibilità di impiegare modelli matematici di valutazione.

È opportuno evidenziare che i rischi di mercato cui sono esposti i maggiori operatori, hanno assunto una complessità tale da non consentirne la misurazione mediante un sistema che si basa sui criteri semplificati, finora proposti, circa l'interazione fra i diversi parametri del rischio di mercato e che contempla soltanto il rischio lineare. Per le banche che detengono portafogli di negoziazione ampi e diversificati, con complesse posizioni in strumenti derivati, la metodologia prevista nelle proposte fornirebbe risultati meno accurati di quelli ottenibili dai sistemi di misurazione interni delle banche.

Il Comitato di Basilea ritiene che l'introduzione di requisiti patrimoniali a fronte del rischio di mercato sia un elemento importante nel quadro del trattamento prudenziale dell'attività in strumenti derivati.

### 2.3.2 Il netting.

L'Accordo del 1988 sui coefficienti patrimoniali minimi consentiva alle banche di computare su base netta il rischio di credito per posizioni soggette a compensazione bilaterale per novazione, mentre non riconosceva la compensazione in futurum. A seguito della pubblicazione del Rapporto sugli schemi di compensazione interbancari (Rapporto Lamfalussy), nel novembre 1990, il Comitato ha riconsiderato il trattamento della compensazione ai termini dell'Accordo ed ha deciso di riconoscere, oltre alla compensazione per novazione, altre forme di compensazione bilaterale, a condizione che esse abbiano efficacia giuridica nelle legislazioni interessate e siano conformi agli altri principi stabiliti nel Rapporto Lamfalussy. Questa decisione è stata annunciata nell'aprile 1993 contestualmente alla pubblicazione delle proposte riguardanti il rischio di mercato. La proposta di riconoscere la compensazione bilaterale è stata successivamente confermata con un emendamento ufficiale dell'Accordo nel luglio 1994.

Il Comitato condivide il punto di vista del Rapporto Lamfalussy secondo cui gli accordi di compensazione per gli ordini di pagamento interbancari e gli impegni contrattuali con scadenza futura, come le transazioni in cambi e gli swaps, sono potenzialmente idonei a migliorare sia l'efficienza sia la stabilità dei regolamenti interbancari, riducendo non soltanto i costi operativi, ma anche i rischi di credito e di liquidità. Il testo emendato dell'Accordo sui coefficienti patrimoniali riconosce pertanto la compensazione bilaterale di obbligazioni contrattuali con scadenza futura, posto che le competenti autorità nazionali riconoscano vicendevolmente che sono soddisfatti determinati requisiti legali minimi. Le banche dovranno disporre di argomentati pareri legali scritti che attestino, ai fini della vigilanza, la validità giuridica dei contratti di compensazione.

Per le banche che impiegano il metodo dell'esposizione corrente, il rischio di credito a

fronte delle transazioni a termine compensate bilateralmente sarà calcolato come somma del costo netto di sostituzione ai prezzi correnti di mercato dei contratti con valore intrinseco positivo, più una maggiorazione commisurata sostanzialmente all'ammontare nominale di capitale sottostante. Per le banche che utilizzano attualmente il metodo dell'esposizione originaria, sarà temporaneamente permessa una riduzione dei fattori di conversione in equivalenti di credito per le transazioni compensate bilateralmente fino a quando non saranno introdotti i coefficienti patrimoniali collegati al rischio di mercato, dopodiché il metodo dell'esposizione originaria non sarà più impiegabile per le transazioni compensate (in taluni casi sarà tuttavia consentito un periodo di transizione addizionale, comunque non superiore a 12 mesi).

### 2.3.3 Rischio di interesse.

Da molti anni il Comitato di Basilea si sta adoperando per elaborare e introdurre un metodo di misurazione del rischio di tasso d'interesse applicabile a tutte le attività e passività sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse.

La misurazione del rischio di tasso d'interesse si rivela estremamente problematica a causa della difficoltà che comporta la determinazione della scadenza di talune attività e passività. Le posizioni in strumenti derivati non pongono particolari problemi, salvo che nel caso delle opzioni, la cui data di esercizio può essere incerta. Una questione di ordine generale concernente gli strumenti derivati è come trattare le posizioni nel portafoglio di negoziazione ai fini della misurazione del rischio di tasso d'interesse a livello dell'intera banca.

### 2.3.4 Basilea II.

Il nuovo accordo è molto più articolato e complesso del precedente, volto a potenziare la trasparenza, la solidità e la stabilità del sistema bancario e quindi del sistema economico nel suo complesso.

La nuova normativa è ancora obbligatoria solo per le banche con attività sovranazionale, tuttavia questa volta il campo di applicazione tocca direttamente le relazioni tra banche ed imprese e quindi coinvolge l'intero sistema economico.

Al fine dunque di prevenire "l'effetto domino", rimane immutata la possibilità per la Banca centrale di un paese di estendere la normativa a tutte le banche, scelta che, tra l'altro, influisce positivamente sul rating assegnato al Paese.

Anche in questo accordo l'Italia ha optato per l'estensione della normativa a tutte le banche del paese.

L'accordo di Basilea è operativo a partire da:

- fine 2006 per le banche che adotteranno il sistema di valutazione "IRB base";
- fine 2007 per le banche che adotteranno il sistema di valutazione "IRB avanzato".

Tra gli obiettivi principali perseguiti con la nuova disciplina ritroviamo: l'introduzione di una più stretta correlazione tra la valutazione dell'adeguatezza patrimoniale e i rischi dell'attività bancaria; e il rafforzamento della stabilità finanziaria e la previsione di incentivi per le banche a migliorare i metodi di gestione del rischio. Nell'introdurre uno stretto collegamento tra regole di adeguatezza patrimoniale e sistemi interni di risk management è stato reso esplicito il principio in base al quale un adeguato presidio dei rischi si basa innanzitutto sulla capacità delle banche di monitorarli.

Rispetto all'Accordo del 1988, la definizione di regole quantitative più precise per il calcolo dei requisiti minimi di capitale (primo pilastro) viene integrata da indicazioni di natura qualitativa, volte a potenziare i meccanismi interni di governo aziendale (secondo pilastro) e da una più efficace disciplina del mercato attraverso la diffusione di maggiori informazioni (terzo pilastro).

L'interazione tra queste tre forme di controllo viene ritenuta essenziale per assicurare la solidità delle banche e la stabilità dei sistemi finanziari.

### 2.3.5 Basilea III.<sup>8</sup>

Per concludere il quadro regolamentare in costruzione, è opportuno introdurre anche il progetto di Basilea III. Durante la prima fase della crisi finanziaria iniziata nel 2007 molte banche, nonostante gli adeguati livelli patrimoniali, sono andate incontro a problemi per non aver gestito in maniera prudente la liquidità. La crisi ha messo in risalto ancora una volta l'importanza di questo aspetto per il corretto funzionamento dei mercati finanziari e del settore bancario.

Alla vigilia della crisi i mercati delle attività si caratterizzavano per un elevato dinamismo e per la pronta disponibilità di finanziamenti a basso costo. Il repentino mutamento delle condizioni di mercato ha mostrato la rapidità con cui la liquidità può evaporare e ha evidenziato che le situazioni di illiquidità possono protrarsi a lungo. Nel sistema bancario sono emerse gravi tensioni, che hanno richiesto l'intervento delle banche centrali a sostegno del funzionamento dei mercati monetari e, in alcuni casi, di singole istituzioni.

---

8 Banca d'Italia *“Basilea 3 – Schema internazionale per la misurazione, la regolamentazione e il monitoraggio del rischio di liquidità, dicembre 2010.*

Le difficoltà incontrate da alcune banche sono imputabili al mancato rispetto dei principi basilari della gestione del rischio di liquidità.

Durante il primo vertice del G20, svoltosi a Washington nel 2008, poco dopo il fallimento di Leheman Brothers, i paesi europei si pongono l'obiettivo di realizzare una armonizzazione globale delle regole che governano i mercati finanziari, un nuovo quadro regolamentare che è definito Basilea III.

L'esigenza che si vuole riscontrare è stabilizzare il settore bancario e il sistema economico globale, accrescendo la capacità del sistema bancario di assorbire shocks interni o esterni, la c.d. "resilienza", riducendo al contempo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale.

Gli interventi si muovono in quattro direzioni:

- il rafforzamento delle dotazioni patrimoniali e l'innalzamento della qualità del patrimonio di vigilanza;
- migliorare il funzionamento del mercato OTC;
- la riduzione del moral hazard;
- contenimento del grado di leva finanziaria del sistema attraverso l'introduzione di un Leverage ratio che limiti il "too big too fail"
- maggiore trasparenza da parte delle agenzie di rating e miglioramenti degli schemi di compensazione tra manager.

La clientela retail acquista, di norma, prodotti derivati con finalità di copertura dei rischi di tasso di interesse connessi con i finanziamenti ricevuti o anche come forma di investimento, al fine di realizzare rendimenti superiori alla media, con conseguente assunzione, non sempre consapevole, di rischi particolarmente elevati.

Tale evoluzione delle tipologie contrattuali ha determinato per le banche un'accentuazione dei rischi di controparte e l'emersione di ulteriori rischi, non tradizionali e difficilmente quantificabili, come ad esempio quelli legali e reputazionali, che possono compromettere il legame fiduciario con la clientela con pesanti riflessi sul valore aziendale.

Quindi, sebbene gli strumenti derivati rechino innegabili vantaggi il loro impiego può alterare il profilo globale di rischio di un'istituzione e, ove le banche non conducano questo tipo di attività in modo prudente e corretto, ciò può minare in modo significativo la stabilità complessiva del sistema finanziario.

Per quanto riguarda i derivati negoziati sui mercati non regolamentati, Basilea 3 si prefigge di applicare regole più stringenti. Verrà regolamentato, infatti, il rischio di controparte con nuovi requisiti di capitale in relazione a derivati OTC, Securities Financing Transactions" (SFT), e operazioni con regolamento a lungo termine.

Dal punto di vista macroprudenziale tali operazioni sono la causa dell'intensificarsi, nei momenti di crisi, delle interconnessioni tra grandi istituzioni finanziarie.

I requisiti più stringenti per il rischio di controparte saranno determinati in termini di add-on di capitale determinati attraverso modalità di calcolo più rigorose per catturare l'impatto in termini di perdite: dell'aumento del numero di default e del peggioramento del merito di credito delle controparti in corrispondenza di un aumento della volatilità del mercato e delle valutazioni mark-to-market dovute ad aggiustamenti della valutazione del credito della controparte (Credit Valuation adjustments, CVA).

E' opportuno ricordare che il G20 non ha uno status giuridico internazionale, ma è un gruppo informale di Paesi che si è autonominato coordinatore delle economie mondiali all'indomani della crisi del 2007/2008.

La ratifica di Basilea III rimane quindi pertinenza dei singoli Governi e Parlamenti . E' previsto infatti un ampio periodo di transizione , la piena attuazione della riforma e fissata il primo gennaio 2019.

### 2.3.6 Financial Accounting Standards Board.

Ritornando alla compensazione dei derivati (il netting) riportata precedentemente, negli ultimi anni vi è una discussione in corso anche all'interno del Financial Accounting Standards Board. Il netting si presenta, infatti, come un fenomeno di dubbia positività. Questo permette alle banche di nascondere l'effettiva esposizione in derivati, e la relativa rischiosità. Per tale motivo, l'ultima proposta del FASB, prevede che le banche debbano riferire le loro esposizioni lorde dei derivati nei loro bilanci. Questa misura permetterebbe agli investitori di essere a conoscenza del reale rischio cui è esposta la banca.

In relazione a tale argomento, anche l'Associazione dei Banchieri Americani ha fatto presente la propria posizione, sostenendo che i bilanci debbano riferire le posizioni compensate, seguendo quindi la regolamentazione in materia di contabilità, ma riportando espressamente gli importi lordi in nota.





## CAPITOLO 3

### ***3.1 Il peso dei derivati sui bilanci delle banche.***

Un giorno chiesero a Warren Buffet<sup>9</sup>, uno dei personaggi più significativi della storia della finanza: “*Cosa ne pensa dei derivati?*”; e lui rispose: “*I derivati? Sono un’arma di distruzione di massa*”.

Gli intermediari bancari sono attivi nel mercato dei derivati con strategie e comportamenti operativi differenziati in relazione agli obiettivi aziendali prescelti.

Speculando sui derivati, ogni anno le banche guadagnano miliardi di dollari presso i mercati finanziari.

Le statistiche della Bank of International Settlements aggiornate a dicembre 2011, confermano tale evidenza, riportando che l’intero valore nominale degli strumenti derivati ammonta a circa 647 mila miliardi di dollari. Tale esposizione è pari a nove volte il Prodotto Interno Lordo mondiale, e a 14 volte la capitalizzazione di tutte le Borse del Mondo.

Dei 647 trilioni di dollari in strumenti derivati, circa 504 trilioni sono costruiti su tassi d’interesse, 63 sulle valute, 6 sulle azioni, 3 sulle materie prime, e ben 28 trilioni costituiscono i Credit default swaps.

Rispetto alla tradizionale attività di erogazione del credito a imprese e famiglie, queste forme di impiego incorporano quote elevate di rischio e il loro rendimento è

---

9     *Buffett, W., “Derivatives are financial weapons of mass destruction”, BBC News, 4/03/2003.*

strettamente correlato all'andamento dei mercati finanziari. Quando le Borse salgono, queste attività possono generare ricche plusvalenze, quando scendono o crollano, come è accaduto nei primi mesi del 2009, possono essere fonte di perdite molto ingenti, costringendo gli istituti a pesanti svalutazioni.

Un rapporto del centro R&S di Mediobanca<sup>10</sup>, ha messo in luce la situazione dei maggiori intermediari europei quotati in borsa. Prendendo in considerazione il periodo compreso tra fine 2009 e giugno 2012, il valore in Borsa delle maggiori banche europee è crollato di ben 36.2 punti percentuali.

Solo la tedesca Commerzbank, con sede a Francoforte, ha registrato una crescita del 8.7% a Francoforte. Le altre banche del vecchio continente hanno riportato pesanti perdite di valore, con picchi registrati dalle banche francesi Credit Agricole e Dexia. Tali banche hanno subito deprezzamenti del titolo rispettivamente pari al 73.4% e al 96.5%, seguite dalle banche italiane Intesa San Paolo, che ha perso il 59.1% del proprio valore in Piazza Affari, e Unicredit, che subito una flessione del 64.6%.

Da questi dati, è ragionevole dedurre un aumento dell'attenzione e della preoccupazione al riguardo.

Per la Bank of International Settlements, queste evidenze "rappresentano un monito dei pericoli". Per questo si propone una stretta sulle regole che possano consentire anche a grandi istituti di credito considerati too big to fail sia di fallire, sia di evitare che paghino i contribuenti. La BIS sprona ad adottare le indicazioni già concordate dal G20, coinvolgendo nelle perdite gli obbligazionisti, che dovranno così vigilare meglio sulla solvibilità delle banche.

---

10 Si tratta di un'indagine annuale su un aggregato costituito dalle maggiori banche internazionali con lo scopo di metterne in evidenza le principali tendenze gestionali e patrimoniali.

### ***3.2 Lo studio Mbres: indagine triennale.***

Lo studio Mbres di Mediobanca riporta l'attività in contratti derivati delle maggiori banche del mondo, suddividendole in aree di indagine, per il triennio 2008-10; i dati si riferiscono sia ai derivati di negoziazione che a quelli di copertura.

Nel 2010 vi è un aumento del valore nominale dei contratti in essere, del 3% circa per le banche degli Stati Uniti e del 12% per quelle europee, rispetto all'anno precedente.

In relazione al totale dell'attivo di bilancio, lo studio riporta che il valore dei contratti risulta, nel 2010 pari a un multiplo di 22 per le banche degli Stati Uniti, e a un multiplo di 16 per le banche europee.

Il sottostante fattore di mercato, cui la maggior parte dei contratti si riferisce, è la variazione dei tassi di interesse. Tali contratti sfiorano l'80% del totale, dato confermato anche dalle rilevazioni della Bank for International Settlements, relativamente alle maggiori banche dei Paesi del G10.

Nella TABELLA I sono elencate le 10 banche del campione con la maggiore presenza di prodotti finanziari derivati, selezionate sulla base del valore nominale dei contratti in essere a fine 2010.

Il saldo dei fair value attivi e passivi è in maggioranza positivo (potenziali utili), con i valori più elevati registrati ancora da Barclays, Bank of America e Deutsche Bank; i più consistenti saldi negativi (potenziali perdite) sono invece quelli di Crédit Suisse e Citigroup.

Nello specifico, gli Stati Uniti, hanno presentato un saldo netto positivo, e il rapporto con il capitale netto era pari al 3,7%, in discesa del 43% rispetto all'anno precedente.

In Europa invece, gli stessi dati riportano potenziali perdite, che pesano sul capitale

netto per un valore pari all'1%.

Se invece, consideriamo i rischi di credito, tali valori risultano equivalersi tra il 2010 e il 2009, e appaiono sensibilmente inferiori a quelli del 2008. In particolare, l'istituto che presenta il maggior rischio di credito in valore assoluto, è BNP Paribas, seguito da RBS.

È necessario però tenere conto che nel primo anno di indagine, gli accordi di netting erano meno diffusi, di conseguenza il rischio di credito risultava maggiore. Ciò si è verificato come ripercussione della crisi finanziaria, che aveva sensibilmente danneggiato i rapporti di reciproca fiducia, tra gli operatori.

Nel rapporto tra il rischio e il capitale netto, le banche europee risultano ancora più rischiose, registrando mediamente un valore del rischio pari al 69% dei mezzi propri alla fine del 2010, rispetto al 26% delle banche degli Stati Uniti. I più elevati quozienti, tutti superiori all'unità sono quelli di Deutsche Bank, UBS e Crédit Suisse.

TABELLA I. – BANCHE DEL CAMPIONE CON IL PIÙ ELEVATO AMMONTARE DI CONTRATTI DERIVATI IN ESSERE AL 31-12-2010

Società	Valore nominale al 31-12-2010		"Fair value" (saldo)	Rischio di credito	
	EUR mld	variaz. % su 2009 <sup>1</sup>	EUR m	EUR m	in % del capitale netto
JPMorgan Chase & Co. (US)	59.052	+ 0,2	8.428	47.893	36,3
Barclays (GB)	56.645	+ 24,0	17.198	49.449	68,4
Deutsche Bank (DE)	55.991	+ 13,2	12.519	63.942	126,9
Royal Bank of Scotland (GB)	53.616	- 5,6	3.613	76.194	85,3
Bank of America (US)	51.123	- 6,0	12.787	54.633	31,9
BNP Paribas (FR)	44.778	+ 6,5	- 749	76.053	88,8
Credit Suisse Group (CH)	37.010	+ 5,4	- 7.461	40.369	117,3
Citigroup (US)	35.997	+ 23,5	- 7.025	44.942	36,2
UBS (CH)	34.126	- 1,5	5.905	50.464	121,7
Crédit Agricole (FR)	18.453	+ 9,5	2.848	64.315	83,1

<sup>1</sup> Calcolata in valuta locale.

Fonte: studio R&S di Mediobanca, rilevazione del 31/12/2010

### ***3.3 La situazione in Europa.***

Riferendoci allo stesso studio elaborato da R&S Mediobanca, ma focalizzando l'attenzione solo sui dati riguardanti l'Europa, su un campione delle 20 maggiori banche, si evidenzia come il peso dei prodotti derivati vale in media il 25% del valore totale delle attività. Cifra che ammonta a circa 5,854 miliardi di euro. Solo nel primo semestre del 2010 tale aggregato è salito del 26% rispetto al 2009.

A fine 2011 gli strumenti derivati rappresentavano il 53.2% del Pil aggregato europeo, dato in crescita rispetto al 42.1% del 2010.

La motivazione dell'entità dei suddetti dati, deriva dalle strategie poste in atto dagli intermediari. Nel 2010 le banche europee hanno cominciato a liquidare asset che assorbono capitali di vigilanza per acquistare prodotti derivati, che invece vengono quasi ignorati ai fini dei ratio patrimoniali, imposti attualmente dall'Autorità di Vigilanza. In Europa, l'attivo delle banche è cresciuto lo scorso anno del 4.8%. nonostante un deleveraging del portafoglio titoli, azioni e bond, pari all'11,9% per circa 600 miliardi. A far crescere la somma finale è stato soprattutto il rigonfiamento delle “*altre attività*” che sono cresciute del 28.6%, per oltre circa 1,579 miliardi di euro. Di questi, circa 1,453 miliardi riguardavano l'ammontare sottoscritto in contratti derivati, dato che da solo è aumentato del 33%.

Lo studio, inoltre, rileva testualmente che “...i crediti alla clientela sono nel 2011 pari al 39.5% del totale attivo, in calo dal 42.2% del 2009, diluiti dalla bolla dei derivati e dalla crescita della liquidità”.

La quasi totalità dei contratti derivati in Europa è detenuta per attività speculative (il 97%), e la maggior parte degli strumenti sono prodotti sui tassi di interesse (due terzi del totale), 450 miliardi sul merito di credito e 670 sui tassi di cambio.

Per avere una migliore comprensione dell'entità del fenomeno in relazione all'economia reale, è utile riferirsi all'incidenza sul Pil, del fair value dei derivati in mano alle banche europee. Mediobanca sottolinea come il totale dei derivati delle banche svizzere sia pari al 254.1% del Pil del Paese stesso, mentre quello delle banche inglesi è pari al 106.2% del Pil britannico. Seguono le banche francesi (al 55.3% del Pil), quelle tedesche (al 38.4%), quelle olandesi (22.4%), quelle spagnole (15.3%) e infine le italiane al 10.7%.

Un aspetto che merita attenzione è anche l'effetto della leva. In Europa, in media, l'attivo vale 30 volte il capitale netto delle banche. Ciò significa che se l'attivo (compreso di portafoglio di strumenti derivati) dovesse svalutarsi, il capitale verrebbe impoverito di un moltiplicatore pari a 30.

Attualmente le banche che detengono le esposizioni più elevate, per quanto concerne l'area geografica europea, sono: Deutsche Bank con 860 miliardi (39.7% dell'attivo totale), Royal Bank of Scotland con 634 miliardi (35.1%), Barclays con 645 miliardi (34.5%), Ubs con 400 miliardi (34.3%) e Credit Suisse con 764 miliardi (33.2%).

Dal 2010 anche Hsbc ha conquistato un posto nello stesso elenco, avendo aumentato del 64.4% i propri derivati attivi, che ora pesano per un quinto del totale di bilancio, poco sotto le francesi Bnp (23.5%), Crédit Agricole (22.2%) e SocGen (21.5%).

La situazione italiana è più tranquilla, le due maggiori banche italiane sono relativamente poco esposte al rischio di perdite sui derivati: Intesa-Sanpaolo detiene crediti sottoforma di contratti derivati per un valore pari all'8.1% del suo attivo totale, UniCredit per il 12.7%. Poco esposta anche la terza britannica, in ordine di capitalizzazione, Lloyds, con un rapporto tra derivati e attivo di bilancio pari all'8.6%.

L'elevata esposizione genera importanti preoccupazioni con riguardo alla stabilità degli intermediari europei. È stata, infatti, ipotizzata una perdita pari al 10% sui prodotti derivati detenuti dalle banche europee, per apprezzare l'impatto che questa avrebbe sui

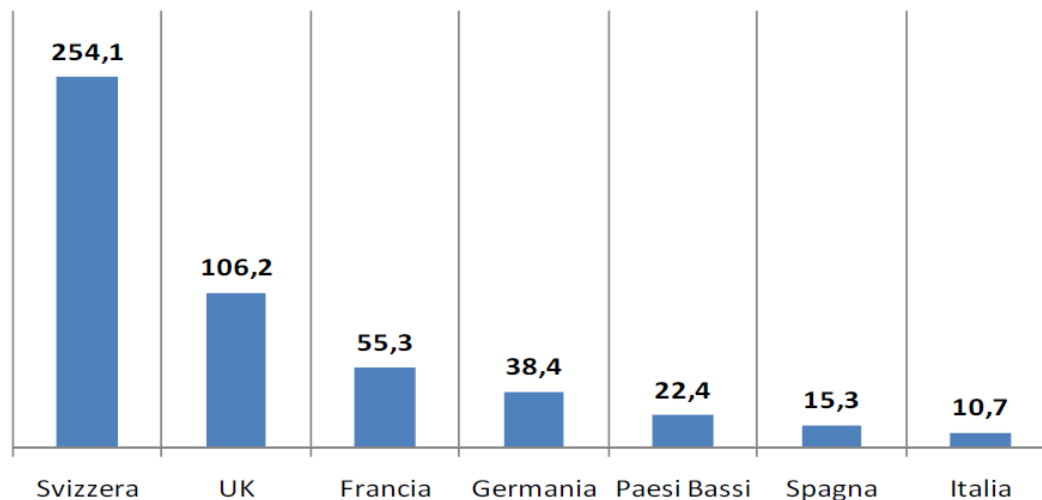
bilanci delle stesse. Il risultato sarebbe una diminuzione del 55.6% del patrimonio di vigilanza degli intermediari più esposti.

Milioni di euro	Derivati attivi				Derivati attivi/ totale attivo (in %)			
	2009	2010	2011	Var % 2011/2010	2009	2010	2011	Var. in p.p. 2011/2010
Crédit Suisse (1)	586.587	560.687	764.153	36,3	30,4	29,7	33,2	3,5
UBS	346.902	329.998	400.283	21,3	31,5	30,5	34,3	3,8
Barclays	499.000	503.195	645.234	28,2	30,2	28,2	34,5	6,3
HSBC (1)	245.523	297.154	488.623	64,4	12,7	14,2	20,2	6,0
Lloyds B.G.	59.773	60.789	79.029	30,0	4,9	5,1	6,8	1,7
RBS	528.498	511.286	634.045	24,0	26,0	29,4	35,1	5,7
Danske Bank	42.155	44.893	74.113	63,1	10,1	10,4	16,1	5,7
BNP Paribas	368.657	353.223	461.667	30,7	17,9	17,7	23,5	5,8
Crédit Agricole S.A.	277.068	260.939	383.008	46,8	17,8	16,4	22,2	5,8
Soc. Générale	182.780	198.919	254.345	27,9	17,9	17,6	21,5	3,9
ING Group (Gruppo)	53.082	54.112	76.298	41,0	4,6	4,4	6,0	1,6
Rabobank	39.091	43.947	58.973	34,2	6,4	6,7	8,1	1,4
Dexia	40.728	47.077	40.078	-14,9	7,1	8,3	9,7	1,4
Nordea	75.422	96.825	171.943	77,6	14,9	16,7	24,0	7,3
Commerzbank	183.659	128.704	128.739	0,0	21,8	17,1	19,5	2,4
Deutsche Bank	596.410	657.780	859.582	30,7	39,7	34,5	39,7	5,2
BBVA	32.873	37.228	51.981	39,6	6,1	6,7	8,7	2,0
BSCH	67.690	81.296	112.396	38,3	6,1	6,7	9,0	2,3
Intesa Sanpaolo	44.813	46.317	52.037	12,3	7,2	7,0	8,1	1,1
UniCredit	86.748	86.128	117.296	36,2	9,3	9,3	12,7	3,4
<b>Totale (1)</b>	<b>4.357.459</b>	<b>4.400.497</b>	<b>5.853.823</b>	<b>33,0</b>	<b>19,2</b>	<b>18,8</b>	<b>23,9</b>	<b>5,1</b>

*Fonte: studio R&S di Mediobanca*



### **Le incidenze % sul Pil dei derivati in Europa (paesi con almeno due istituti)**



*Fonte: studio R&S di Mediobanca*

#### **3.3.1 Deutsche Bank.**

L'intermediario europeo che annovera il maggior numero di derivati nei suoi conti, è quello governato da Josef Ackermann.

Deutsche Bank vantava infatti, a fine giugno 2010, ben 800 miliardi di derivati su un attivo di bilancio di 1,925 miliardi, sfiorando il 40% del suo bilancio complessivo.

Nell'anno precedente, gli strumenti derivati assommavano a meno di 600 miliardi. Questo era un ammontare solo apparentemente inferiore, in quanto anche l'attivo della banca era minore rispetto al 2010, aggirandosi a quota 1,500 miliardi, quindi con un peso relativo analogo, intorno al 40%.

Le ultimissime rilevazioni di R&S Mediobanca, sono invece più confortanti, riportando una diminuzione abbastanza importante del rapporto tra esposizione in

derivati e attivo di bilancio, ma sempre mantenutasi maggiore di un terzo.

È da tenere presente che Deutsche Bank è una delle due banche europee (insieme alla francese Agricole), più a rischio nel rapporto tra il valore totale dell'attivo tangibile e il valore del patrimonio netto tangibile. La banca tedesca ha un attivo tangibile pari a 63 volte il patrimonio netto. Da ciò ne consegue che se Deutsche Bank fosse costretta a svalutare i propri attivi in maniera significativa, ad esempio per effetto di un crollo del fair value dei titoli derivati detenuti, il loro patrimonio non basterrebbe a coprire le perdite derivanti dal disallineamento degli attivi di bilancio ai valori di mercato.

Con l'applicazione delle disposizioni dettate dal comitato di Basilea, il regolatore intende contenere l'esposizione al rischio del sistema bancario, riducendo il rapporto tra attivo tangibile e patrimonio netto tangibile a un multiplo tra 30 e 35.

### 3.3.2 I derivati “energetici”.

La banca guidata da Josef Ackermann, è stata nominata “*House of Derivatives of the Year*” nel 2012, ricevendo il premio “*Energy Risk*”.

Nonostante quest'ultimo anno sia stato molto complesso dal punto di vista finanziario, Deutsche Bank ha guadagnato quote di mercato e rafforzato la fidelizzazione con la sua clientela a livello globale.

Essa detiene attualmente una quota pari al 30% della mondiale negoziazione over-the-counter di strumenti relativi all'energia e al mercato delle materie prime.

La capacità dell'intermediario di spicco tedesco, di cogliere le esigenze del mercato e le innovazioni che garantiranno nuovi profitti, è da attribuire a Richard Jefferson, il responsabile delle vendite.

La banca ha costruito prodotti derivati strutturati per un ammontare pari a quasi 60 milioni di dollari, relativamente al finanziamento di un oleodotto e gasdotto europeo. Ha inoltre fornito strumenti di investimento in energia per un periodo di 10 anni per numerose compagnie europee, assumendosi un elevato rischio di liquidità, in un mercato che ultimamente presenta elevata debolezza dal punto di vista della stabilità.

Nel mercato americano, Deutsche Bank ha stabilito un forte legame con una importante industria statunitense che aveva presentato istanza di fallimento. La banca ha ottimizzato il portafoglio di attività di quest'ultima, estendendolo a opzioni di risparmio sull'energia, gas options, swap sull'elettricità e prodotti analoghi, fornendo complessivamente alla società con 250 milioni di dollari di liquidità.

I suddetti sono solo alcuni degli esempi che testimoniano come l'innovazione e la diversificazione sotto tutti i punti di vista, generino senza ombra di dubbio, numerosi ritorni, sia dal lato economico che reputazionale.

Il premio assegnato a Deutsche Bank come miglior "*House of Derivatives of the year*" è tutt'altro che inaspettato: produrre, confezionare e vendere, strumenti di finanza strutturata è una delle business line della banca che si è rivelata più profittevole.

### **3.3 I “*Life Settlement Backed Securities*” (LSBS).**

Deutsche Bank è stato il primo intermediario a produrre i derivati sulla morte in Europa, chiamati tecnicamente “*Life Settlement Backed Securities*” (LSBS).

Questi strumenti non si configurano come una novità a livello globale, vengono infatti negoziati sul mercato americano da oltre un decennio, e registrano profitti sulle persone in crisi economica, o in pericolo di vita per vecchiaia o per malattia.

Attualmente gli americani assicurati sulla vita sfiorano i 90 milioni, molti dei quali non possono più permettersi di pagare i premi, oppure hanno bisogno di ricevere l'incasso prima della scadenza. È in tale circostanza, che intervengono gli speculatori, offrendosi agli assicurati come acquirenti delle loro polizze vita, per metà o meno del risarcimento atteso, e conseguentemente pagano le rate del premio, aspettando la morte dell'assicurato. Più precoce è la morte, più alto il profitto.

La speculazione americana sulla morte, da quando ha fatto la sua comparsa per la prima volta non è mai cessata, anzi è aumentata e si è rivelata contagiosa per il mercato del nostro Continente, soprattutto a causa dell'elevato rendimento. I bond relativi permettono di guadagnare interessi sicuri pari quasi all'8 per cento, data la certezza della morte. Questi titoli hanno la caratteristica e il vantaggio di essere “*uncorrelated assets*”, di conseguenza le loro performances non dipendono dagli altalenanti andamenti degli altri mercati speculativi. Tali strumenti sono venduti, impacchettati in titoli, ad hedge funds e a fondi pensioni.

I “Life Settlement Backed Securities” (LSBS) sono il derivato ideale per profittare delle ristrettezze delle famiglie e dei privati, indotte dalla recessione che l'economia mondiale sta subendo in questi anni.

### ***3.4 La situazione in Italia.***

Per apprezzare l'evoluzione del fenomeno della finanza speculativa in Italia, appare utile confrontare le informazioni relative alle posizioni in essere a fine dicembre 2001 sui contratti derivati Over The Counter (OTC) di un campione di banche italiane, e le analoghe posizioni relative alle rilevazioni più recenti. Tale confronto si basa sulle indagini effettuate dalla banca d'Italia per iniziativa del Committee on the Global Financial System, che si riunisce a Basilea, presso la Bank of International Settlements.

Queste indagini vengono elaborate semestralmente e prevedono la rilevazione di statistiche sui derivati negoziati OTC, presso un campione di banche e intermediari finanziari con sede nei paesi del G-10.

L'oggetto delle rilevazioni è costituito dal valore nozionale e dal valore lordo di mercato dei contratti derivati relativi a tassi di cambio, tassi d'interesse, merci, azioni e indici azionari.

Per quanto riguarda il 2001, l'evidenza relativa al mercato italiano indica, una crescita dell'attività in derivati maggiore (17%) rispetto alla media del G-10 (11%), circostanza che ha di fatto ridotto il divario tra il nostro Paese e i più maturi sistemi finanziari.

Questo sviluppo dell'ingegneria finanziaria italiana è riconducibile a un repentino cambiamento nell'attività tradizionale delle banche italiane. Ciò era legato a un aumento della domanda anche da parte della clientela non bancaria, al fine di una copertura del rischio (soprattutto di interesse) in un periodo di elevata incertezza e per migliorare il rendimento del proprio portafoglio.

Infatti, i contratti derivati aventi per sottostante i tassi di d'interesse erano la maggior parte e, nel semestre considerato erano aumentati di ben 20 punti percentuali.

In particolare, dei tre strumenti che si annoverano tra i derivati su tassi d'interesse, gli swap, i più importanti per dimensione, erano aumentati del 15 per cento, i forward rate agreements e le opzioni su tassi d'interesse, rispettivamente, del 49 e del 14 per cento.

Tabella 1- ITALIA, CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO 2001

(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Fine dicembre '01</b>	<b>Quota %</b>	<b>Fine giugno '01</b>	<b>Quota %</b>
Cambi	246,23	12,2	247,42	14,4
Tassi di interesse	1724,26	85,7	1441,73	83,7
Azioni e merci	41,7	2,1	33,92	2
<b>TOTALE</b>	<b>2012,19</b>	<b>100</b>	<b>1723,08</b>	<b>100</b>

*Fonte: Banca d'Italia, amministrazione centrale, Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2001*

Le percentuali relative all'analogha indagine, compiuta a fine 2011 dalla Banca d'Italia sono di gran lunga più rassicuranti. Come riporta l'ultima rilevazione, il valore nozionale dei derivati finanziari Over The Counter in capo ai cinque maggiori istituti di credito italiani è diminuito dell'11%. Nel particolare, tra i derivati finanziari, quelli sui tassi di interesse, sono in calo del 10.6% sul primo semestre del 2011, e si confermano la fattispecie più utilizzata (rappresentano infatti l'88.2% del totale). Specificamente, questi sono costituiti per il 70.4% da interest rate swaps, per il 14.2% da opzioni e per il 15.4% da forward rate agreements.

In termini di diffusione (Tabella 2), i derivati sui tassi di interesse sono seguiti dai contratti sui cambi (pari al 9.7% del valore nominale totale negoziato) e quelli su azioni e merci (2.1%).

Tabella 2- ITALIA, CONTRATTI DERIVATI PER CATEGORIA DI RISCHIO 2011

(ammontari nominali o nozionali in essere; miliardi di dollari)

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Fine giugno '11</b>	<b>Fine dic. '11</b>	<b>Δ dic. '11/ giugno '11</b>	<b>Quota % dic. '11</b>
<b>Derivati finanziari</b>				
Cambi	1091,2	954,3	-12,60%	9,7
Tassi di interesse	9711,4	8684,3	-10,60%	88,2
Azioni e merci	271,3	207,2	-23,60%	2,1
<b>TOTALE</b>	<b>11073,9</b>	<b>9845,8</b>	<b>-11,10%</b>	<b>100</b>
<b>Derivati creditizi</b>				
CDS comprati	284,7	263,6	-7,40%	49
CDS venduti	308,4	274,5	-11,00%	51
<b>TOTALE</b>	<b>593,1</b>	<b>538</b>	<b>-9,30%</b>	<b>100</b>

*Fonte: Banca d'Italia, amministrazione centrale, Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2011*

Le informazioni relative alle controparti (Tabella 3), mostrano che gli strumenti derivati OTC, sono posti in essere prevalentemente con istituzioni finanziarie. Le

categorie dove le controparti non finanziarie sono le più diffuse, sono quelle relative ai cambi (10,5%), alle azioni (9%) e ai tassi di interesse (5,3%).

Tabella 3- ITALIA, CONTRATTI DERIVATI PER CONTROPARTE

(ammontari nominalli o nozionali in essere al 31/12/2011; miliardi di dollari)

<b>Categoria di rischio</b>	<b>Istituzioni finanziarie</b>		<b>Istituzioni non finanziarie</b>	
	Importo	Quota %	Importo	Quota %
Cambi	854	89,5	100,3	10,5
Tassi di interesse	8223,4	94,7	461	5,3
Azioni e merci	178,8	91	17,7	9

*Fonte: Banca d'Italia, amministrazione centrale, Rilevazione sui prodotti derivati over-the-counter a fine dicembre 2011*

Parte dell'indagine si sofferma inoltre sui derivati creditizi. I dati relativi a tali posizioni in essere, mostrano come il valore nozionale dei Credit Default Swaps comprati è diminuito del 7.4%, e quello dei CDS venduti dell'11%, per un totale di 263.6 e 274.5 miliardi di dollari rispettivamente.

Evidentemente, la condizione italiana, paragonata con la media europea, si presenta relativamente meno preoccupante per quanto riguarda l'aspetto della stabilità delle banche. Il peso degli strumenti derivati sui bilanci delle banche italiane, risulta, infatti, pari a una percentuale di gran lunga inferiore ai competitors europei. I due maggiori



gruppi italiani, UniCredit e Intesa Sanpaolo, mantengono fede alla loro natura di banche tradizionali. Credito alle imprese e alle famiglie e poco trading di finanza speculativa. Il peso dei derivati sul bilancio si aggira intorno a un decimo delle attività.

Ma ciò non rappresenta una sicurezza per quanto concerne il rischio di subire ingenti perdite.

Nel primo semestre del 2011 aumenta l'esposizione in strumenti derivati per le banche italiane<sup>11</sup>. Il loro ammontare è cresciuto nell'ultimo anno dal 7.1% al 9.3% dell'attivo. La situazione di Unicredit è quella che merita un'attenzione maggiore. Questo è l'istituto italiano con la più grande esposizione in derivati, pari al 12.7% dell'attivo. Inoltre, i derivati attivi rappresentano più del doppio del patrimonio netto della banca (214.1%), e questo è un valore quasi raddoppiato nel 2011.

Al gradino inferiore della scala della rischiosità, si trova Intesa Sanpaolo, con un'esposizione di derivati pari all'8.1%. I derivati attivi del predetto istituto, rappresentano in aggregato il 130.2% dei mezzi propri, un'incidenza in forte crescita dall'82.6% del 2010 ed in linea con quella del 2008.

Trattando del rischio, però, ci riferiamo a tutte le operazioni finanziarie diverse da quelle per cassa, che potrebbero indurre l'intermediario a subire numerose perdite in caso di insolvenza, e quindi alla posizione creditoria iscritta fuori bilancio. In questo caso, insieme ai derivati, troviamo impegni a erogare fondi, garanzie prestate, e altre operazioni con le stesse caratteristiche rischiose precedentemente esposte, ma che non rientrano nelle già citate categorie.

I maggiori gruppi bancari italiani, quali UniCredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi, Banco Popolare, Ubi Banca, Popolare di Milano, Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Popolare di Sondrio, Carige e Credito Valtellinese, hanno complessivamente 600

---

11     *Dati riportati dallo studio R&S Mediobanca.*

miliardi di esposizione creditizia iscritta fuori bilancio, ammontare pari a circa il 25% del loro attivo totale aggregato<sup>12</sup>. La parte "investment grade" di tale esposizione, è valutata su 205 miliardi, ed è pari al 35% del totale. Questa può valutarsi come relativa a creditori affidabili e totalmente solvibili. La quota "speculative grade", invece, comprendente controparti a rischio di solvibilità, è di 59 miliardi, pari al 10%.

La restante quota dell'aggregato, il 55%, pari a 321 miliardi, è costituita da crediti valutati con rating interni, cioè rating formulati dalle stesse banche nel rispetto dei criteri di Basilea II, le cui metodologie sono concordate con Banca d'Italia. A tal riguardo appare utile proporre delle precisazioni.

#### *3.4.1 Derivati e agenzie di rating.*

Gli strumenti derivati sono nati nel momento in cui la categoria del banchiere “tradizionale” è stata sostituita dai “nuovi banchieri”, che si configurano come coloro che prediligono registrare profitti, assumendo enormi rischi non bilanciati dalle risorse patrimoniali.

A tale cambiamento, si accompagna quello della valutazione delle agenzie di rating. Queste ultime, infatti, non valutano più il merito di credito delle banche sulla base della solidità patrimoniale e finanziaria, bensì sulla base delle variazioni di prezzo del mercato. Qualora i prezzi di mercato scendessero, la provvista finanziaria diverrebbe più costosa o più difficile, di conseguenza il rating peggiorerebbe.

---

12      *Analisi trimestrale dei bilanci di R&S-Il Sole 24 Ore, vari anni.*

Appare quindi evidente, che il profilo finanziario degli intermediari, si fonda ormai su intervalli temporali di breve termine, in cui sono maggiormente apprezzate le variazioni di valore.

Parallelamente, le regole di Basilea 2 hanno permesso di mettere da parte le tradizionali modalità di concessione del credito. È diventato conveniente, e di conseguenza largamente diffuso, l'utilizzo di modelli statistici per valutare gli investimenti bancari. Si è così creata l'illusione che tali modelli e la regolamentazione potessero sostituire il giudizio umano nell'attività bancaria.

Così, grazie a complessi modelli matematico-statistici creati dalle banche d'affari, e soprattutto grazie alle operazioni di cartolarizzazione, impieghi di bassissima qualità sono stati combinati e spezzettati in portafogli derivati, tramutandosi in investimenti ad alto rating. Per cui questi titoli potevano essere venduti come strumenti di buona qualità mentre invece erano legati a sottoscrittori del credito insolventi.

### *3.5 La situazione negli Stati Uniti.*

Il rapporto trimestrale del “Comptroller of the Currency Administrator of National Bank” di Washington, risalente a fine 2011, mette in evidenza che l'ammontare totale del valore nominale sottoscritto in derivati delle sole 25 maggiori banche d'investimento americane (un numero che sale a 333 Triloni di dollari se guardiamo alle 25 principali Bank Holding Companies), è di approssimativamente di 250 trilioni di dollari. Una cifra che triplica il valore del Prodotto Interno Lordo dell'intero Pianeta.

Lo stesso rapporto, comunica che negli Stati Uniti, il 95,9% dei derivati è nelle mani di soli quattro grandi istituti di credito. E queste sono: Citibank, che detiene 56 trilioni di dollari, Bank of America, con 53 trilioni di dollari, Goldman Sachs, con 48 trilioni

di dollari, JP Morgan che detiene ben 78 trilioni di dollari in contratti derivati.

Rispettando la media globale, la maggior parte dell'esposizione consolidata è costituita dagli Interest Rate swaps (204.6 trilioni di dollari), seguiti dal FX (26.5 trilioni di dollari), e dai Credit Default Swaps (15.2 trilioni di dollari).

Dallo scorso anno, nelle banche americane, gli attivi sono cresciuti in totale del 9.8%, con solo una lieve contrazione del portafoglio titoli (-1.2%) e un incremento delle "altre attività" del 20.9%. I soli derivati al lordo, senza gli effetti apparentemente benefici della pratica del netting, nel 2011 sono cresciuti di 1.068 miliardi di dollari (+27.5%), per un'incidenza del 37.5% sul totale attivo (contro il 23,9% europeo).

Da tenere sotto controllo è la finalità per cui questi prodotti finanziari sono detenuti, la quasi totalità di essi (il 97%), infatti, è detenuta a fini speculativi.

Per quanto riguarda il loro peso con riferimento al patrimonio netto tangibile, questo si configura come un multiplo pari ad 8.7. La percentuale di tali strumenti in relazione al Pil, invece, è salita nel 2011 al 32.8%. Da ciò ne deriva che un'ipotetica perdita di valore del 10% del portafoglio derivati (come ipotizzato precedentemente per la situazione europea), rappresenterebbe il 59% del patrimonio netto delle banche statunitensi. Il dato analogo del 2009 era invece del 51%.

Milioni di Usd	Derivati attivi				Derivati attivi/ totale attivo (in %)			
	2009	2010	2011	Var % 2011/2010	2009	2010	2011	Var. in p.p. 2011/2010
Bank of America	1.494.229	1.537.644	1.881.862	22,4	41,2	41,2	47,8	6,6
Citigroup	703.219	705.270	1.034.041	46,6	28,1	27,5	36,3	8,8
J.P. Morgan Chase	1.565.518	1.529.412	1.884.499	23,2	44,5	42,9	46,4	3,5
PNC Fin. Services	3.916	5.757	9.463	64,4	1,5	2,2	3,5	1,3
The Bank of N.Y. Mellon	17.951	20.599	33.305	61,7	8,0	7,8	9,5	1,7
US Bancorp	1.582	1.799	1.913	6,3	0,6	0,6	0,6	0,0
Wells Fargo	76.600	85.358	108.696	27,3	5,9	6,5	7,8	1,3
Totale (1)	3.863.015	3.885.839	4.953.779	27,5	32,9	32,3	37,5	5,2

(1) Al lordo delle operazioni di netting sui derivati (compensazione di reciproche posizioni detenute con la stessa controparte).

*Fonte: studio R&S di Mediobanca, rilevazione del 31/12/2010*

### 3.5.1 Jp Morgan.

I conti presentati all'inizio del 2012 della maggiore banca statunitense, hanno denotato una perdita che ammonta a ben 2.3 miliardi per un errore sul trading di derivati.

La banca era peraltro nota per avere un rigoroso sistema di risk management. Tali perdite sono state registrate, sebbene JP Morgan, fin dall'inizio della diffusione della finanza speculativa, si sia dimostrata una banca guidata in modo cauto e consapevole. Dalla seconda metà degli anni Ottanta, infatti, era proprio JP Morgan ad avviare la pratica del calcolo quotidiano del Value at Risk (VaR), ovvero della perdita massima attesa da ogni singola azienda espressa dapprima in percentuali e poi in valori monetari assoluti. È da precisare altresì che, nel 1994, in occasione dell'incidente petrolifero Exxon Valdez, lo stesso JP Morgan aveva costruito il primo il Credit Default Swap (CDS), a copertura del rischio di credito.

Per di più, al dato di inizio 2012, potrebbe aggiungersi un altro miliardo di perdite nel secondo trimestre, sempre dovute a probabili perdite sul valore di mercato dei derivati. Tuttavia, l'impatto delle suddette perdite è limitato considerando che nel primo trimestre dell'anno la banca ha realizzato profitti per 5,4 miliardi (dato che ammontava a 19 miliardi solo nel 2011).

Le operazioni che si sono rivelate foriere di perdite, sono quelle fatte da un trader di Jp Morgan a Londra, che aveva assunto numerose posizioni rialziste su alcuni Credit Default Swap. Così, Jamie Dimon, presidente e amministratore delegato di JP Morgan, ha ammesso di aver intrapreso un “investimento più rischioso, volatile e meno efficace del previsto”, nonostante l'intento fosse quello di operare una strategia di copertura per la banca.

Va, inoltre, sottolineato che nei giorni successivi all'annuncio delle perdite, in borsa i titoli della banca hanno perso sino a 13 miliardi di dollari.

### ***3.6 Too big to fail.***

Letteralmente l'espressione “*too big to fail*” vuol dire “troppo grande per fallire”. Questa espressione che enuncia il principio per cui l'autorità monetaria non consente di cadere in stato di insolvenza (e di fallire) a una banca o ad altro intermediario finanziario di dimensioni tali da generare potenziali effetti sistemici negativi.

Questa locuzione è stata adottata per la prima volta proprio negli USA nel 1989, in occasione della crisi della Continental Illinois National Bank di Chicago, settima banca del Paese, che era andata incontro a grandi perdite su crediti.

In quella data circostanza, la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) non permise l'avvio delle procedure di fallimento dell'intermediario, “*too big to fail*”. In seguito permise il fallimento di altre grandi banche, ma ne protesse sempre i depositanti (nove banche del Texas nel 1987-89, Bank of New England di Boston, New York Bank for Savings e National Bank of Washington nel 1991, quest'ultima definita “*too special to fail*”).

### ***3.7 Le riforme statunitensi.***

La delicatezza e la criticità della situazione, ha indotto la SEC (la Consob americana) ad avviare un sistema strutturato di riforme, a seguito dell'aumento del trading “ad alta frequenza” dopo il “flash crash” del marzo 2010. Anche l'Europa sta valutando azioni simili a quelle già adottate negli USA come la Volcker Rule e il Dodd-Frank Act, norme severe che favoriscono la trasparenza e la protezione degli investitori.

Il Dodd Frank Act è una legge federale degli Stati Uniti firmata dal Presidente Barack Obama il 21 luglio 2010. Nel documento sono disciplinati i rischi sistemici e gli

intermediari sistemicamente rilevanti, i mercati mobiliari, nuovi standard in materia di capitale e liquidità, la protezione dell'investitore, la corporate governance e più adeguati meccanismi di compensazione, sempre al fine di tutelare dei consumatori.

Il DFA include, la cosiddetta Volcker Rule. Questa deve il nome al suo propositore: Paul Volcker, ex presidente della Federal Reserve e attualmente presidente del comitato consultivo Economic Recovery Advisory Board, formato il 6 febbraio 2009 proprio con l'intento del miglioramento della situazione economica.

La Volcker Rule si prefigge di vietare alle banche la speculazione con mezzi propri, definendo in tal modo la separazione tra banche commerciali e banche di investimento, ha funzione di garanzia e tutela nei confronti delle banche di deposito evitando loro i rischi provenienti da investimenti in settori volatili come i derivati. Bisogna tenere presente la funzione che hanno le banche di deposito, e di erogazione del credito le rende fondamentali per la tenuta del sistema economico, politico e sociale. Questo, però, potrebbe indurre quello che viene definito come “*moral hazard*”. Le banche sarebbero persuase ad assumere rischi anche eccessivi nelle attività speculative, essendo consapevoli dell'interesse statale ad evitare il default bancario.

La Volcker rule propone di ridurre questo rischio impedendo alle banche commerciali di effettuare attività speculative, qualora rientrino nella categoria di intermediari garantiti dallo Stato. Le banche d'affari non godranno più della definizione “*too big to fail*” ma diverranno “*free to fail*”.

## CONCLUSIONI

Se consideriamo l'innovazione finanziaria come quel fenomeno dei mercati, volto a sostituire le tradizionali fonti di finanziamento degli intermediari creditizi – come il credito bancario – negli ultimi anni si è registrato un'esponenziale crescita di tale manifestazione.

L'evoluzione dell'ingegneria finanziaria ha comportato la diffusione di prodotti derivati sempre più complessi, e sempre più allettanti per la gran parte degli investitori, talvolta rivelatisi imprudenti. Parallelamente, la globalizzazione e la conseguente coimplicazione delle economie a livello mondiale, hanno generato il repentino e vertiginoso aumento della sottoscrizione di tali contratti, di pari passo nell'intero sistema economico.

Il conseguenziale beneficio è stato la possibilità di salvaguardare le proprie esposizioni rischiose, utilizzando i derivati con finalità di copertura. Nel contempo, l'assunzione di comportamenti di “moral hazard” da parte di taluni investitori, ha indotto il sistema economico a considerare i derivati non solo come strumenti di copertura, ma anche come strumenti finalizzati alla speculazione.

La dicotomia tra copertura e speculazione si rivela, tuttavia, avere un confine molto labile. Questa complessità di individuazione delle finalità di utilizzo di tali contratti, genera inevitabilmente la difficoltà di regolamentare l'assunzione di comportamenti rischiosi e potenzialmente forieri di perdite. Nel peggiore dei casi, tali perdite creerebbero pregiudizi economici non solo all'intermediario, ma anche all'intero sistema economico.

La soluzione a tale circostanza si presenta ancora delicata e di confusa applicazione. L'ideale configurazione sarebbe un punto di equilibrio tra una forte e profonda regolamentazione e la “mano invisibile” di Adam Smith. Tutto ciò finora è apparso



palesemente utopico.

## **BIBLIOGRAFIA**

Aristotele, *Politica*, A1, 1259a, 5-18

Banca d'Italia, *Rilevazione semestrale sui prodotti derivati over the counter*, anni vari

Banca d'Italia, *Vigilanza Creditizia e Finanziaria*, *Il bilancio bancario: schemi e regole di compilazione*, 2005, Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005, 1° Aggiornamento del 18 novembre 2009

Bank for International Settlements, *Prudential supervision of banks' derivatives activities*, dicembre 1994

Bank for International Settlements Papers No 14, *Guide to the international financial statistics* Monetary and Economic Department, febbraio 2003

Bank for International Settlements Papers No 16, *Guide to the international banking statistics* Monetary and Economic Department, aprile 2003

Buffett, W., "Derivatives are financial weapons of mass destruction", *BBC News*, 4 marzo 2003

Centro R&S (Ricerche e Studi), *studio MBRES di Mediobanca*, anni vari

Chance, Don M. "A chronology of derivatives." *Derivatives Quarterly* 2, 1995: 53-60

Choi, Jongmoo J., and Elyas E. "Derivative exposure and the interest rate and exchange rate risks of US banks." *Journal of Financial Services Research* 12.2, 1997: 267-286

Clark, Jeffrey A., James Doran, and Jared DeLisle. "Bank risk, implied volatility and bank derivative use: implications for future performance.", 2008

Committee on the Global Financial System, Credit risk transfer, gennaio 2003

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, dicembre 2010 (aggiornamento al giugno 2011)

Duffee, Gregory R., and Chunsheng Zhou. "Banks and Credit Derivatives: Is it Always Good to Have More Risk Management Tools?.", 1996

Fabrizi, P., *Economia del Mercato Mobiliare*, Egea 2006

Fortuna, F., *I derivati sui crediti nell'economia e nel bilancio delle banche*. Vol. 211. FrancoAngeli, 2002

Gorton, G., and Richard R. "Banks and derivatives." *NBER Macroeconomics Annual* 10, 1995: 299-339

Gottardo, P. "Le banche italiane ei derivati. Un'analisi empirica sulle determinanti, le finalità e gli effetti su rischi e redditività." *Rivista di Politica Economica* 92.4, 2002: 93-130

Gup, Benton E. "The New Basel Capital Accord: Is 8% Adequate?", 2004

Hirtle, Beverly J. "Derivatives, portfolio composition, and bank holding company interest rate risk exposure." *Journal of Financial Services Research* 12.2, 1997: 243-266

Hsiao, Mark WH. "An analysis of the Basel II framework on credit derivatives treatment on trading book for risk mitigation purpose and relationship to banking book.", 2008

Khasawneh, Ahmad Y., and Hassan, Kabir M. "The Determinants of Derivatives Activities in US Commercial Banks.", 2010

Memmel, C., and Andrea S. "Banks' management of the net interest margin: Evidence from Germany.", 2011

Oldani, C. "I derivati finanziari." *Dalla Bibbia alla Enron*, 2004

Peek, J., and Rosengren, Eric S. "Derivatives activity at troubled banks." *Journal of Financial Services Research* 12.2, 1997: 287-302

Purnanandam, Amiyatosh K. "Interest rate derivatives at commercial banks: an empirical investigation.", 2006

Saccomanni, F. (2007), *Le problematiche relative agli strumenti finanziari derivati*, Audizione informale del Direttore Generale della Banca d'Italia presso la Camera dei Deputati, 6a Commissione permanente (Finanze)

Sharpe, W. F., Alexander, Gordon J. and Jeffery V. B. *Investments*. Vol. 6. Upper

Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 1999

Swan, E. J. Building the global market: A 4000 year history of derivatives. Kluwer Law International, 2000

Varzi, Achille C. "Che cos' è un derivato? Appunti per una ricerca tutta da fare.", 2008

Wagner, W. "The liquidity of bank assets and banking stability." Journal of Banking & Finance 31.1, 2007: 121-139